

REVITALIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS PROPOSTAS PRIORITÁRIAS

QUADRO LEGAL DA EMISSÃO DE ACÇÕES PROPOSTA DE REVISÃO

A. Introdução

Existem cerca de 360.000 sociedades não financeiras sediadas em Portugal, 99% das quais são PME's (destas, apenas cerca de 4% são verdadeiras pequenas e médias empresas, as restantes são micro empresas).

À semelhança do número global de empresas no mercado de capitais, a presença de PME's em Bolsa é muito diminuta, praticamente insignificante, quando comparado com a sua presença na economia real, o seu peso na criação do VAB nacional (63%) e na criação de emprego (80%), e no volume total de negócios gerado (60%).

Paralelamente, o nível de endividamento destas empresas, em regra, é muito elevado: a sua autonomia financeira, em média, é de apenas 30% (comparando, por exemplo, com cerca de 50% em Espanha) e a pressão financeira (juros suportados/EBITDA) é de 27% (compara, por exemplo, com 17% em Espanha).

A forte dependência do crédito bancário e insuficiência de capitais permanentes das empresas portuguesas constitui uma restrição activa ao investimento e, portanto, ao reforço da sua competitividade.

Por outro lado, na sequência da crise financeira, que afectou profundamente os bancos nacionais, e mercê da avalanche regulatória que se abateu sobre o sistema bancário, os bancos têm hoje menos capacidade para conceder empréstimos, especialmente em casos de empresas que pretendam desenvolver actividades e negócios com maior risco ou com projecção de *cash-flow* negativos durante um período prolongado, portanto,

colocando restrições fortíssimas ao normal desenvolvimento das empresas com maior potencial de crescimento e à concretização dos seus objectivos de investimento.

Esta situação implica a necessidade de mais, e maiores, emissões de valores mobiliários por parte das empresas (quer das já cotadas quer daquelas que venham a usar o mercado no futuro), e, portanto, a necessidade de programas adequados para o fomento da presença das empresas não financeiras no mercado.

Não se trata apenas de substituir uma forma de financiamento por outra: o financiamento através do Mercado permite reconhecimento e visibilidade e permite aos accionistas e obrigacionistas das empresas em causa beneficiar do investimento, crescimento e dinamismo acrescido destas empresas.

Além disso, uma maior expressão do financiamento através do mercado de capitais permitiria quebrar mais facilmente o ciclo constante de transmissão da(s) crise(s) entre o soberano, o sistema bancário e a economia real (e, sem dúvida, poderia ajudar igualmente ao processo de regularização dos balanços dos bancos).

De facto, o capital (equity) constitui o instrumento financeiro mais adequado à natural incerteza das iniciativas de empreendedorismo e às necessidades das empresas com maior potencial de crescimento e/ou iniciativas com maior incerteza de resultados.

Neste contexto, afigura-se particularmente importante agir sobre questões específicas de natureza jurídica, como seja o problema da partilha do controlo accionista.

Nestes termos, e à semelhança do que já havia feito em 2014, com a sua Proposta de Revisão do Regime Legal das Obrigações, a qual constituiu um contributo essencial para a reforma operada em a AEM, tendo presente a premente e contínua necessidade de dinamização do mercado de capitais português e de facilitação de soluções de financiamento, apresenta um conjunto de propostas que contêm sugestões de importância fulcral para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e, por essa via, para o reforço da articulação entre o mercado de capitais e o sistema bancário e o conseqüente desenvolvimento da economia portuguesa.

Código das Sociedades Comerciais

Artigo 20.º

(...)

Todo o sócio é obrigado:

- a) A entrar para a sociedade com bens susceptíveis de ~~penhora~~ ou de avaliação económica ou, nos tipos de sociedade em que tal seja permitido, com indústria;
- b) A quinhoar nas perdas, salvo o disposto quanto a sócios de indústria.

Motivação

(i) *Situação actual*

Decorrente do artigo 20.º al. a) do CSC consta que, fora as entradas de indústria, as entradas de um sócio apenas podem consistir de “*bens susceptíveis de penhora*”, por forma a serem constituídas por bens idóneos que garantam terceiros.

(ii) *Direito comparado*

A redacção atribuída ao artigo 20.º al.a) do CSC deriva da transposição do texto da segunda directiva 77/91/CEE do Conselho, de 13 de Dezembro de 1976, cujo artigo 7.º estabelece que “*O capital subscrito só pode ser constituído por elementos de activo suscetíveis de avaliação económica. Todavia, estes elementos de activo não podem ser constituídos pela obrigação de execução de trabalhos ou de prestação de serviços*”.

Aquando da transposição da norma da segunda directiva *supra* mencionada para o Código das Sociedades Comerciais foi introduzido no regime português uma norma mais restritiva, permitindo apenas constituir como entradas bens penhoráveis, o que não parece ser justificado.

(iii) *Explicação da solução proposta*

Várias têm sido as interpretações atribuídas à presente norma: a intenção do legislador de consagrar expressamente uma solução diferente da adoptada na Segunda Directiva ou, pelo contrário, admitir-se uma leitura da norma do CSC à luz da referida directiva de acordo com o princípio da interpretação

conforme, admitindo-se, portanto, que as entradas de um sócio possam consistir em qualquer bem susceptível de avaliação económica.

A falta de clareza leva a que se suscitem dúvidas que prejudicam a realização de algumas entradas em espécie, como direitos de pessoais de gozo e *know-how*.

Numa lógica de eliminação das desvantagens comparativas das empresas portuguesas deverá clarificar-se a abrangência dos bens que podem consubstanciar as entradas de sócios e conformar a redacção da norma portuguesa de acordo com o direito comunitário, atribuindo-lhe um alcance mais amplo através da substituição do conceito de bens susceptíveis de penhora por bens susceptíveis de avaliação económica, abrangendo, nomeadamente, bens atribuídos a título de direitos pessoais de gozo, saber-fazer.

Artigo 295.º

(...)

1 – (...)

2 – Ficam sujeitas ao regime da reserva legal, até que o valor máximo da reserva legal se encontre constituído, as reservas constituídas pelos seguintes valores: (...)

3 – (...)

Motivação

(i) **Situação actual**

Pelo disposto na alínea a) do n.º 2 do artigo 295.º do CSC, o valor do ágio ou prémio de emissão fica sujeito ao regime da reserva legal e, conseqüentemente, apenas poderá ser utilizado para os fins expressamente estabelecidos no artigo 296.º do mesmo diploma; ou seja, o ágio ou prémio de emissão só podem ser usados para incorporação no capital social ou cobertura de prejuízos.

Alguma doutrina propugna uma visão mais flexível, sustentando que o ágio ou prémio de emissão apenas estará sujeito ao regime da reserva legal até ao limite do valor dessa reserva e até que essa reserva se encontre constituída.

Esta posição é correcta, pois não faz sentido que uma sociedade seja obrigada a imobilizar reservas indisponíveis por força da lei se tem a reserva legal já constituída.

Todavia, a redacção da lei não permite assegurar que esta posição seja genericamente sufragada.

(ii) **Explicação da solução proposta**

Não faz sentido que o ágio de um aumento de capital (necessário para equilibrar o valor nominal das novas acções com o seu valor real, face ao património da sociedade) não possa ser utilizado pela sociedade em futuras distribuições que beneficiem todos os accionistas, quando o acréscimo de valor das acções em relação ao valor nominal, gerado pela actividade da sociedade pode ser incluído em resultados transitados ou em reservas livres e, nessa medida, ser distribuído por todos os accionistas.

Para evitar que o ágio ou prêmio de emissão não sejam entendidos como reservas legais especiais é necessário, portanto, restringir a letra da referida norma.

Essa restrição deve fazer-se limitando a sujeição das reservas constantes do n.º 2 do artigo 295.º ao regime restritivo da reserva legal apenas no caso de verificação dos seguintes requisitos: (i) sujeição até ao limite do valor da reserva legal e, cumulativamente (ii) apenas quando e na medida em que as mesmas sejam necessárias para integrar aquela reserva.

Artigo 317.º

Casos de aquisição lícita de acções próprias

1 – (...).

2 – (...).

3 – (...).

4 – Como contrapartida da aquisição de acções próprias, uma sociedade só pode entregar bens que, nos termos dos artigos 32.º e 33.º, possam ser distribuídos aos sócios, ~~devendo o valor dos bens distribuíveis ser, pelo menos, igual ao dobro do valor a pagar por elas.~~

Motivação

(i) **Situação actual**

Nos termos do preceito vigente, uma sociedade só pode comprar acções próprias se dispuser de bens distribuíveis equivalentes ao dobro do valor a pagar por essas acções.

Tome-se, a título de exemplo, uma sociedade que tenha reservas livres de € 10 milhões de euros. Essa sociedade só pode adquirir acções próprias no valor de € 5 milhões, pagando esse valor aos accionistas.

Todavia, essa mesma sociedade pode, em alternativa, deliberar distribuir essas reservas aos sócios.

(ii) **Direito comparado**

Esta disposição restritiva não tem paralelo no direito comparado.

Nos Países cujas legislações consultámos, apenas é exigido que a aquisição de acções próprias seja efectuada com bens distribuíveis.

A Directiva 77/91/CE, que inspirou a generalidade das legislações, apenas exige que, após a aquisição das acções próprias, o activo líquido da sociedade não seja inferior à soma do capital subscrito e das reservas não distribuíveis (artigos 15.º, n.º 1, a) e artigo 19.º), o que significa que a sociedade pode adquirir um montante de acções próprias equivalente à totalidade das reservas livres.

(iii) **Justificação da proposta**

Propõe-se que a sociedade possa comprar acções próprias em montante equivalente ao valor das reservas livres de que disponha, deixando de exigir a disponibilidade do dobro das reservas distribuíveis.

A aquisição de acções próprias, dentro dos limites legais, é uma forma virtuosa de distribuição de bens aos accionistas, pois sinaliza a aposta e confiança da sociedade nos seus activos e no seu negócio.

Além disso, quando a sociedade tiver as suas acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, as acções próprias podem ser transformadas de modo expedito em liquidez no mercado.

Não há, pois, razão para que a aquisição de acções próprias, dentro dos limites em que a sociedade as pode deter licitamente, seja discriminada em relação a qualquer outra forma de distribuição de bens.

A utilização exclusiva de bens distribuíveis para o efeito da aquisição de acções próprias protege os credores da sociedade e garante a integridade do capital social. A exigência de que a sociedade pague as acções com bens distribuíveis é suficiente para a protecção dos credores e obedece às normas europeias.

O regime actualmente vigente só se explica com base numa intenção restritiva relativa às acções próprias, fruto de uma desconfiança e receios que são hoje injustificados. Com esta proposta, o direito nacional passará a ter soluções equivalentes ao direito comunitário e a aquisição de acções próprias pode, assim, recuperar o lugar que é seu, por direito, entre as formas de distribuição de bens aos accionistas e de dinamização do mercado de capitais.

Artigo 341.º

Emissão e direitos dos accionistas

- 1 – O contrato de sociedade pode autorizar a emissão de acções preferenciais sem direito de voto até ao montante representativo de metade do capital social.
- 2 – As acções sem direito de voto conferem direito a um dividendo prioritário, segundo critérios objectivos a determinar pela sociedade no momento da emissão ~~não inferior a 1 % do respetivo valor nominal ou, na falta deste, do seu valor de emissão~~, deduzido de eventual prémio de emissão, retirado dos lucros que, nos termos dos artigos 32.º e 33º, possam ser distribuídos aos accionistas e ao reembolso prioritário do seu valor nominal ou do seu valor de emissão na liquidação da sociedade.
- 3 – O dividendo referido no número anterior atribuí aos titulares de acções sem direito de voto uma prioridade no seu recebimento face aos demais accionistas, exceto se o contrato de sociedade estabelecer que o mesmo atribui o direito a um dividendo adicional, o qual, além de ser pago com prioridade, deve acrescer aos dividendos a atribuir a cada accionista.
- 4 – ~~No caso de acções preferenciais sem direito de voto que sejam subscritas exclusivamente por investidores qualificados, na aceção do Código dos Valores Mobiliários, e que não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado,~~ O contrato de sociedade pode também prever que as acções preferenciais sem direito de voto apenas conferem direito ao dividendo prioritário previsto no contrato de sociedade, não participando do remanescente dos dividendos a atribuir a todas as acções.
- 5 – As acções preferenciais sem direito de voto conferem, além dos direitos de natureza patrimonial previstos nos números anteriores, todos os direitos de natureza não patrimonial inerentes às acções ordinárias, com excepção do direito de voto.
- 6 – As acções sem direito de voto não contam para a determinação da representação do capital exigida na lei ou no contrato de sociedade para as deliberações dos accionistas.

Motivação

(i) **Explicação da solução proposta**

Com a proposta de alteração ao n.º 2 do artigo 341.º pretende flexibilizar-se totalmente o montante e a base de cálculo do dividendo prioritário, deixando à sociedade e aos seus accionistas a liberdade de configuração do dividendo prioritário.

A diminuição do valor mínimo do dividendo prioritário para 1%, operada recentemente pelo Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de Fevereiro, foi uma iniciativa positiva e adequada ao período de baixa inflação que vivemos, mas não modificou a filosofia subjacente ao regime anteriormente vigente.

Ou seja, o legislador manteve o referencial ao valor nominal das acções, o que não permite escolher outros indexantes, como taxas de juro de mercado, índices de acções ou outros.

Refira-se, a este propósito, que o valor de cotação pode ser, em alguns casos, muito inferior ao valor nominal, o que faz com que a percentagem mínima de 1% do valor nominal possa ainda assim ser desajustada.

Propõe-se, por isso, que se clarifique que a sociedade tem a liberdade de adaptar (de forma transparente e segundo critérios objectivos), o montante do dividendo preferencial às condições de mercado, escolhendo os referenciais ou indexantes que entenda, conforme tem sido igualmente defendido por alguma doutrina, e como tem sido prática de mercado, com sucesso, noutras jurisdições.

A alteração ao n.º 4 visa, por seu turno, estender a possibilidade de emitir acções com um dividendo máximo (prioritário), eliminado a restrição à subscrição por parte dos investidores qualificados e a imposição da sua não admissão à negociação em mercado.

Não é, de facto, fácil de intuir as razões de protecção dos investidores subjacentes à limitação actualmente constante do n.º 4, aliás, de difícil controlabilidade efectiva. As acções de dividendo preferencial máximo aproximam-se muito das obrigações e são um instrumento cujo conteúdo é facilmente apreensível pela generalidade dos investidores que tenham apetência e capacidade para o investimento em acções preferenciais, sendo que cabe aos intermediários financeiros comercializadores adequar os produtos que oferecem aos conhecimentos e objectivos daqueles investidores.

A possibilidade de emitir, sem restrições, acções sem voto com dividendo prioritário máximo tem alguma utilidade, pois permite a emissão de instrumentos de capital sem direito de voto e com uma espécie de juro fixo prioritário, de montante superior ao que seria pago através da emissão de

obrigações, mas dependente da existência de lucros resultantes da actividade da sociedade.

Além disso, estas alterações, bem como as do artigo seguinte, poderão facilitar a emissão de instrumentos de capital regulatório por parte de bancos e outras instituições financeiras nacionais ao abrigo do direito português.

Artigo 342º

Falta de pagamento do dividendo prioritário

1 – Se os lucros distribuíveis ou o activo de liquidação não forem suficientes para satisfazer o pagamento do dividendo prioritário de determinado exercício, ou o reembolso do valor nominal ou do valor de emissão das acções, respectivamente, são os mesmos repartidos proporcionalmente pelas acções preferenciais sem direito de voto.

2 – O dividendo prioritário que não for integralmente pago num determinado exercício social deve ser pago nos três exercícios seguintes, antes do dividendo relativo a estes, desde que haja lucros distribuíveis, sem prejuízo do disposto no nº 4 e de o contrato de sociedade poder prever um número de exercícios superior.

3 – Se o dividendo prioritário não for integralmente pago durante dois exercícios sociais, as acções preferenciais passam a conferir o direito de voto, nos mesmos termos que as acções ordinárias, e só o perdem no exercício seguinte àquele em que tiverem sido pagos os dividendos prioritários em atraso, sem prejuízo do disposto no número seguinte.

4 – O contrato de sociedade pode, relativamente às acções preferenciais sem direito de voto que atribuam um dividendo prioritário adicional ou que apenas confirmam direito ao dividendo prioritário ~~que sejam subscritas exclusivamente por investidores qualificados, na aceção do Código dos Valores Mobiliários, e que não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado:~~

- a) Afastar ou regular de forma diversa do previsto no nº 2 o regime do dividendo prioritário que não seja pago num determinado exercício;
- b) Prever que o dividendo prioritário correspondente a exercícios em que não tenham sido gerados lucros distribuíveis seja considerado perdido;
- c) ~~Prever que as acções preferenciais se convertam em acções ordinárias nas circunstâncias especificadas nas condições da emissão relacionadas com a deterioração da situação financeira da sociedade que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário;~~
- d) ~~Prever um número de exercícios sociais diverso do previsto no número anterior, mas não superior a cinco exercícios para efeitos de atribuição de direito de voto por falta de pagamento integral do dividendo prioritário~~ Afastar ou regular de forma diversa do

previsto no nº 3 o regime nos termos do qual as acções preferenciais passam a conferir direito de voto.

5– O contrato de sociedade pode ainda determinar que as acções preferenciais se convertam em acções ordinárias nas circunstâncias especificadas nas condições da emissão relacionadas com a deterioração da situação financeira da sociedade que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário.

6 – Existindo lucros distribuíveis, e salvo disposição em contrário no contrato de sociedade, a sociedade é obrigada a proceder ao pagamento do dividendo prioritário, sendo a deliberação de distribuição, se não for devidamente tomada, susceptível de execução específica.

7 – Enquanto as acções preferenciais gozarem do direito de voto, não se aplica o disposto no nº 6 do artigo anterior.

Motivação

(i) Explicação da solução proposta

O Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de Fevereiro introduziu diversas clarificações e melhorias no regime aplicável à falta de pagamento do dividendo prioritário. Todavia, o regime supletivo mais extenso (e, logo, mais flexível) foi estabelecido apenas para acções preferenciais que sejam integralmente subscritas por investidores qualificados e que não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado.

Para este tipo de acções é agora possível, designadamente, ampliar até cinco o número de exercícios sociais em que as acções se podem manter, conjuntamente, sem atribuir o direito de voto e sem pagamento integral de dividendo prioritário.

Não foi contemplada qualquer possibilidade de o contrato social prever acções preferenciais que não atribuam qualquer direito de voto mesmo que o dividendo prioritário não seja pago, por não terem sido gerados lucros para o efeito, durante vários exercícios sociais.

Se bem que traduzam um avanço muito positivo, estas alterações legislativas ficam, todavia, aquém daquilo que seria necessário para que este instrumento seja de facto útil para as empresas, sem que haja suficientes

razões de protecção dos investidores que justifique que se tenha ficado, por assim dizer, a meio do caminho.

A ideia de que a falta de pagamento de dividendo prioritário deve ter sempre como contrapartida a atribuição de um direito de voto radica numa concepção muito discutível de que os accionistas, uma vez privados de direito de dividendo, ficarão de algum modo confortados ou compensados com a atribuição do direito de voto, o que se traduz na possibilidade de intervir na vida da sociedade, votando e determinando as suas escolhas.

Ora, a verdade é que os accionistas titulares de acções preferenciais podem não ter qualquer interesse em participar na vida da sociedade, e a possibilidade que a lei lhes dá de exercer o direito de voto, uma vez não sendo pago o dividendo prioritário, traz-lhes uma responsabilidade que podem não pretender assumir.

Por isso a sociedade deveria poder conformar livremente o regime da conversão, consoante o tipo de investidores que pretendesse captar.

Assim, propõe-se a atribuição às sociedades de uma maior liberdade de conformação das regras relativas à aquisição do direito de voto na falta de pagamento de dividendo prioritário.

Com o propósito de atingir uma solução intermédia e equilibrada, propõe-se, todavia, que essa liberdade fique confinada às acções preferenciais que atribuam exclusivamente um direito prioritário (devido à sua proximidade com as obrigações, em o direito de voto não existe) e às acções preferenciais que atribuam um dividendo prioritário adicional (cujos titulares, por beneficiarem de um dividendo extra em relação aos restantes accionistas, podem mais facilmente aceitar, em contrapartida, o risco de não distribuição de dividendos sem qualquer atribuição de voto).

Não vemos, todavia, razão para limitar este regime às acções preferenciais exclusivamente subscritas por investidores institucionais/qualificados e que não sejam admitidas ao mercado regulamentado, aliás, de difícil controlo.

O investidor em acções preferenciais é, naturalmente, mais sofisticado e cremos que a clareza da informação prestada pelos emitentes e os deveres a que estão sujeitos os intermediários financeiros colocadores são razões suficientes para não estabelecer limitações nesta matéria.

Artigo 384.º

- 1 – (...).
- 2 – (...).
- 3 – (...).
- 4 – O voto plural é admitido nos termos do artigo seguinte.
- 5 – (...).
- 6 – (...).
- 7 – (...).
- 8 – (...).
- 9 – (...).

Artigo 384.º-A

Pluralidade de voto

1 – Em derrogação do disposto no artigo anterior, o contrato de sociedade pode prever os seguintes direitos especiais:

- a) Fazer corresponder um voto por cada acção de determinada categoria, cabendo a outras categorias de acções um só voto por um certo número de acções e desde que fique cabendo um voto, pelo menos, a [cada €1000 de capital / pelo menos [3] acções];
- b) Fazer corresponder até [3] votos por cada acção de determinada categoria;
- c) Nas sociedades com acções admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sob condição dessa admissão, fazer corresponder [2] votos por cada acção detida há mais de dois anos de forma ininterrupta pelo seu titular.

2 - As acções integrantes de uma determinada categoria, a que não se aplicam as limitações de voto estabelecidas nas alíneas a) e b) do número 2 do artigo anterior, passam a integrar a categoria de acções ordinárias se aquelas foram alienadas, a quem não se encontre em relação de domínio ou de grupo com o anterior titular daquelas, ou quem com ele se encontrava em relação de domínio ou de grupo, considerando nesta matéria as definições de grupo e de domínio constantes do Código dos Valores Mobiliários.

3 – A inclusão no contrato de sociedade dos direitos especiais mencionados nas alíneas a) e b) no número anterior, nas sociedades com acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, depende de deliberação aprovada por uma maioria de três

quartos dos votos emitidos e apenas poderá ocorrer no caso de a sociedade designar um ou mais accionistas ou outro ou outros terceiros, que se disponibilizarem a adquirir as acções detidas por aqueles que votaram contra a alteração do contrato social, nos termos das n.ºs 3 e 4 do artigo 27.º do Código dos Valores Mobiliários.

4 – A inclusão no contrato de sociedade do direito especial mencionado na alínea c) do número 1, relativamente a sociedade que já tenha acções admitidas em mercado regulamentado, encontra-se sujeita ao quórum deliberativo mencionado no número anterior e, independentemente de ter ou não acções admitidas à negociação, os direitos de voto atribuídos nos termos dessa alínea só podem ser atribuídos caso as acções sejam nominativas, abrangem as acções atribuídas por qualquer aumento de capital por incorporação de reservas e cessam, em qualquer caso, pela sua transmissão entre vivos, sendo que, em caso de transmissão parcial, se consideram alienadas as acções mais recentemente adquiridas.

5 – Sem prejuízo do disposto no artigo 190.º do Código dos Valores Mobiliários, se, por via da atribuição de direitos de voto adquiridos pela detenção das acções há mais de dois anos de forma ininterrupta, nos termos da alínea c) do número 1, o titular das acções ultrapassar qualquer dos limiares relevantes para o efeito da obrigatoriedade de lançamento de oferta pública de aquisição, o referido titular poderá optar, no prazo mencionado naquele artigo, por renunciar, definitivamente, a direitos de voto que lhe tenham sido atribuídos por essa via no montante necessário para que tais limiares não sejam ultrapassados, mediante comunicação à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e à sociedade.

Motivação

(i) Situação actual

Nos termos do n.º 5 do artigo 348.º do CSC, não é possível o voto plural nas sociedades anónimas, ao contrário do que sucede nas sociedades por quotas.

O contrato social pode, todavia, atribuir outros direitos especiais a determinadas categorias de acções (artigo 24.º do CSC), designadamente o

de sujeitar deliberações sobre determinada matéria à aprovação de determinada categoria de acções.

(ii) ***Direito comparado***

ADMISSÃO DO VOTO PLURAL	
PAÍS	LEGISLAÇÃO
França	Lei das Sociedades Comerciais Francesas de 1966, artigo 175 al. 1)
Dinamarca	Lei das Sociedades Comerciais Dinamarquesa, de 2009
Finlândia	Lei das Sociedades Comerciais Finlandesa (1.9.2006/624, conforme alterada)
Hungria	Lei das Sociedades Comerciais de 2006
Holanda	Código Civil Holandês, artigo 2:118
Suécia	Lei das Sociedades Comerciais Sueca, capítulo 4, secção 2, 3 e 5
Reino Unido	Ao abrigo do princípio fundamental da Lei das Sociedades Comerciais do Reino Unido, que determina que os direitos fundamentais dos accionistas derivam do disposto nos respectivos estatutos
Polónia	Código das Sociedades Comerciais Polaco, artigo 613, n.º 1 e 2
Itália	Código Civil, art.º 2351 e, quanto ao voto de lealdade, artigo 127 quinquies (Majoração do voto) do Decreto-Legislativo de 24 de Fevereiro de 1998

Refira-se, todavia, que a Espanha e a Alemanha proíbem o voto plural. Aliás, a proibição alemã, constante do artigo 12.º da AkGB, é talvez a fonte direta da proibição ainda vigente no Código das Sociedades Comerciais Português.

(iii) *Explicação das soluções propostas*

Considerações gerais

Alguma doutrina pronunciou-se no sentido de que a existência de direitos especiais, independentemente da natureza pública ou privada dos seus titulares, contrariaria a liberdade de circulação de capitais e a liberdade de estabelecimento.

Refira-se, todavia, que apenas as *golden shares* detidas pelos Estados nas empresas têm sido objecto de censura do Tribunal de Justiça da União Europeia. A existência de direitos especiais detidos por accionistas privados não tem sido questionada, justificando-se não só pela autonomia privada, como pela sua importância como um instrumento para cativar e reter investimento privado (e, nessa medida, permitir a melhor circulação do chamado “investimento de controlo”).

Partimos, por isso, do princípio de que o leque de direitos especiais não deve ser restringido por lei, cabendo a cada sociedade utilizar esses instrumentos da forma que os accionistas considerem mais adequada para satisfazer o interesse da sociedade e dos sócios.

Refira-se que quaisquer considerações relativas ao bom governo societário não devem limitar o leque legal de direitos especiais.

Não cabe, de facto, à lei rejeitar ou proibir certos tipos de direitos especiais com base em considerações relativas ao governo societário (invocando-se, por exemplo, a necessidade de evitar assimetrias entre capital investido e controlo ou, mais especificamente, os benefícios do princípio “uma acção um voto”), pois isso significaria subverter o funcionamento do sistema recomendatório do “*comply or explain*” em que assenta a implementação das boas práticas de governo societário, transformando-o num rígido e cristalizado suporte legal que limitaria o “*explain*”. Caberá sempre aos accionistas ponderar o equilíbrio mais adequado a cada sociedade entre essas boas práticas de governo e a eficiência dos mecanismos de controlo.

Razões para a admissibilidade do voto plural

É neste quadro que deve assinalar-se, antes de mais, a inconsistência entre a possibilidade, actualmente existente de, por exemplo, atribuir direitos de veto em certas deliberações a determinadas categorias de acções e a proibição de direitos de voto plural actualmente constante do n.º 5 do artigo 384.º do CSC. Com efeito, esses mecanismos têm, em muitos casos, efeitos similares, como assinalado pela doutrina.

As explicações dadas no passado para a proibição do voto plural assentam em considerações genéricas relativas a boas práticas de governo societário que, em última análise, poderiam igualmente servir para colocar em causa qualquer outro direito especial permitido por lei, bem como outras regras, tais como os designados tectos de voto, amplamente permitidos no nosso direito.

Tendo em conta a necessidade de criar melhores condições para que as empresas recorram ao mercado de capitais para o seu financiamento, o caminho mais adequado será o de disponibilizar aos accionistas, em sede de direitos especiais, os mesmos mecanismos de que dispõem os accionistas de outros países da União Europeia cujos mercados de capitais são mais avançados, aumentando a flexibilidade das soluções legais e potenciando a escolha.

O voto plural pode ser um instrumento útil para promover a entrada (ou manutenção) em bolsa de empresas cujos titulares pretendem abrir a outros investidores, em condições de liquidez adequadas, o seu projecto empresarial, mas não querem abdicar do controlo que, precisamente, é a mais-valia desse projecto.

Esses investidores ficam então num dilema: se dispersam menos de 1/3 do capital, não asseguram liquidez suficiente no mercado nem uma dispersão atractiva, ficando expostos a riscos acrescidos de penalização da cotação por esse facto. Se dispersam mais de 1/3 do capital, perdem as maiorias necessárias para assegurar a tomada de medidas estruturais relevantes na sociedade. A consagração do voto plural é a solução mais simples e transparente para este dilema, permitindo um maior grau de dispersão de acções pelo público sem abdicar do controlo que o público investidor também não reclama.

Por outro lado, o voto plural afigura-se um instrumento mais adequado a este desiderato do que outros que também foram ponderados no contexto deste trabalho, como seja o contrato de sociedade poder estabelecer que, em caso de aumento de capital, o montante de subscrição pago pelos titulares de determinada categoria de acções seja alocado ao valor nominal ou preço de emissão das acções em maior proporção do que o montante de subscrição pago pelos titulares de outras categorias de acções (que seria levado em parte ou em maior parte a prémios de emissão). Para além de apenas poder mitigar a problemática da diluição em sede de aumento de capital, esta hipótese teria também como grande desvantagem majorar as subscrições em aumentos de capital para além dos meros direitos políticos.

Sem prejuízo do que antecede, e de forma a alargar as opções de *governance* e bem assim por poder ser um instrumento interessante para sociedades não cotadas - pense-se numa grande empresa, que não pretende dispersar o seu capital, mas que gostaria de atrair alguns grandes investidores financeiros para tomarem a maioria do seu capital social, mas não a maioria dos direitos de voto – abrangem-se também as demais sociedades nesta alteração legal.

Protecção dos accionistas minoritários das sociedades cotadas

A possibilidade do voto plural pode, em certas circunstâncias, exigir medidas de reforço da protecção dos accionistas minoritários, o que terá especial pertinência no caso das sociedades cotadas.

Para o efeito, caso a sociedade se encontre já cotada, a alteração do contrato social que o estabeleça deverá estar sujeita a um quórum deliberativo superior aos dois terços habituais (e em linha com o disposto no art. 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários) e só pode acontecer se existir um accionista, ou outro terceiro, que se disponha a adquirir as acções daqueles que se opuseram à alteração do contrato social, tal como previsto para a perda da qualidade de sociedade aberta.

Em qualquer caso, o exercício, contabilização e registo do voto plural deverá ser objecto de regulamentação própria.

As acções de lealdade

Considera-se a possibilidade de adopção, pelas empresas, de acções de lealdade, que conferem voto duplo conforme o tempo de detenção das acções e que constituem um instrumento ao dispor das empresas que pretendam potenciar a estabilidade accionista. Trata-se de uma questão com especial pertinência para as sociedades cotadas, particularmente expostas ao *short-termism* dos investidores, razão pela qual se limitou a solução às sociedades cotadas.

Mais uma vez a lógica subjacente a esta proposta é a de flexibilizar o leque de instrumentos ao dispor das sociedades, não caindo nos excessos que têm sido criticados em França, e que resultam da sua consagração como regime regra.

Justifica-se, em qualquer caso, um regime de aprovação de alteração estatutária mais exigente, na linha da requerida para o voto plural.

As acções de lealdade não são consideradas uma categoria especial de acções, pelo que o direito que conferem a voto múltiplo cessa com a sua transmissão entre vivos.

Os problemas que poderiam suscitar-se com a alienação parcial são adequadamente resolvidos com a aplicação do método “*last in, first out*” para efeitos da determinação do tempo de permanência das acções em carteira.

As acções de lealdade devem ser, necessariamente, nominativas e o seu exercício, contabilização e registo objecto de regulamentação própria

Artigo 391.º

(...)

1 – (...)

2 – (...)

3 – Em derrogação do disposto no número anterior e sem prejuízo do direito de voto na eleição dos demais administradores nos termos gerais, o contrato de sociedade pode prever que o número de administradores seja pelo menos de seis e que os titulares de determinada categoria de acções tenham o direito a eleger até um sexto dos administradores, por deliberação tomada por maioria simples dos seus titulares, reunidos em assembleia especial.

4 – A inclusão no contrato de sociedade do direito especial mencionado no número anterior, nas sociedades com acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, depende de deliberação aprovada por uma maioria de três quartos dos votos emitidos.

5 – Para além do disposto no número anterior, o contrato de sociedade pode prever que determinadas matérias, que não sejam de gestão corrente e se encontrem elencadas no contrato de sociedade, devam contar, para efeitos de deliberação favorável sobre as mesmas pelo órgão de administração, com o voto favorável também pela maioria dos administradores assim eleitos.

6 – O direito especial mencionado no número anterior apenas será aplicável a partir do momento em que outras categorias de acções da sociedade se encontrem admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral e apenas poderá ser incluído no contrato de sociedade antes dessa admissão à negociação e de qualquer oferta pública ou privada de acções da sociedade realizada nesse contexto.

7 – (...)

8 – (...)

9 – (...)

10 – (...)

11 – (...)

Motivação

(i) ***Situação actual***

Actualmente o artigo 391.º do CSC dispõe sobre a designação em geral dos administradores, enquanto o artigo seguinte dispõe sobre a designação de administradores por minoritários.

Em ambos os casos se segue o princípio da designação por maioria, da generalidade dos accionistas ou dos minoritários.

Não é associada a designação de administradores a determinadas categorias de acções, embora a lei preveja que podem ser atribuídos direitos especiais a categorias de acções.

Por outro lado, nas sociedades por quotas, é possível que os estatutos prevejam um direito especial à gerência de sócios.

(ii) *Direito comparado*

A solução que aqui se propõe não é inovadora, pelo contrário, em diversas jurisdições pode encontrar-se plasmada a possibilidade de atribuição a determinada categoria de acções do direito a nomear membros do Conselho de Administração.

De acordo com o sistema jurídico polaco, é autorizado a emissão de acções privilegiadas com direitos especiais associados, nomeadamente, o direito a nomear membros do Conselho de Administração.

No mesmo sentido, é de realçar o sistema holandês que permite a emissão de acções preferenciais que conferem ao seu titular o poder de emitir recomendações vinculativas quanto à composição do Conselho de Administração.

(iii) *Explicação das soluções propostas*

Com a solução acima proposta pretende-se mitigar, de algum modo, o receio ou perda efectiva de controlo por parte dos accionistas dominantes da sociedade antes da admissão à negociação, permitindo que o contrato de sociedade preveja a possibilidade de estes (isto é, através das respectivas acções especiais) elegerem um administrador ou até um sexto dos administradores, independentemente do percentual da participação social dessa categoria.

O limite de um sexto de administradores atém-se com o artigo 392.º, de forma a assegurar que, em qualquer caso, a maioria dos administradores seja eleita

pela maioria dos accionistas, ainda que tanto esta nova norma como aquele artigo sejam simultaneamente aplicáveis.

Adicionalmente, e de forma a robustecer a sua posição, propõe-se que a aprovação de deliberações sobre determinadas matérias pelo órgão de administração deve contar com o voto favorável desses administradores, mas sem colocar em causa o normal funcionamento da sociedade.

Quanto à primeira proposta, e considerando o contexto das sociedades cotadas, propõe-se que uma alteração estatutária deste teor fique sujeita a quórum deliberativo mais severo, em linha com o disposto no artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários.

Quanto à segunda proposta, não se contempla qualquer regime transitório para as sociedades que já estejam cotadas poderem adoptar esta solução, devido à dificuldade da sua conciliação com o regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias.

Este argumento poderá valer em alguma medida para a primeira proposta, mas é especialmente pertinente para a segunda.

A introdução deste mecanismo nas sociedades cotadas já existentes leva a que os titulares da nova categoria de acções possam aumentar significativamente o seu poder na sociedade, sem que o regime das ofertas de aquisição obrigatórias capte essa alteração.

Artigo 463.º

(...)

1 – (...)

2 –À redução do capital aplica-se o disposto no artigo 95.º, n.º 1, e no artigo 96.º,
excepto: (...)

Motivação

(i) Explicação da solução proposta

A alteração em apreço visa apenas ajustar a remissão constante da presente norma, na sequência da alteração efectuada ao regime geral da redução de capital introduzida ao artigo 95.º e 96.º pelo Decreto-Lei n.º 8/2007, de 17 de Janeiro, pretendendo, assim, que a operação de redução de capital fique integralmente sujeita ao regime da tutela de credores.

Código dos Valores Mobiliários

Artigo 26.º-A

Sociedades com acções admitidas à negociação em sistema de negociação multilateral

O disposto nos artigos 22.º, 23.º, 23.º-C e 23.º-D é igualmente aplicável a sociedade que tenha as suas acções admitidas à negociação em sistema de negociação multilateral.

Motivação

(i) Explicação da solução proposta

A alteração em apreço visa apenas alargar o regime aplicável às sociedades que, embora não sendo sociedades abertas, tenha acções admitidas em sistema de negociação multilateral. Note-se que o sistema de *record date* é aplicável apenas às sociedades com acções admitidas à negociação em mercado regulamentado (e não a todas as sociedades abertas), mas justifica-se ainda assim o alargamento do regime.